

Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais,
de Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC

**Alternativas para eliminação ou redução do uso regulatório de
classificação de risco no Brasil**

Fevereiro
2012

Índice

1. Motivação

2. Objetivos

3. Regulação das agências de classificação de risco de crédito

4. Usos Regulatorios da Classificação de Risco no Brasil

4.1. Identificação ou classificação de ativos ou instituições

4.2. Ofertas públicas de produtos de securitização

4.2.1. Discussão internacional

4.2.1.1. Estados Unidos

4.2.1.2. União Europeia

4.2.2. Regulação no Brasil

5. Conclusões

Anexo 1 – Identificação ou classificação de ativos ou instituições

Anexo 2 – Ofertas públicas de produtos de securitização

1. Motivação

O COREMEC aprovou, em reunião realizada no dia 29 de novembro de 2010, levantamento feito por seus membros sobre referências a classificações de risco emitidas por agências de **rating** em atos normativos dos mercados financeiro, de capitais, de seguros e de previdência.

O levantamento¹ apontou que, no Brasil, as classificações de risco são usadas nas regulamentações, basicamente:

- (i) para identificação ou classificação de ativos ou instituições;
- (ii) para oferta pública de títulos resultantes de operações de securitização; e
- (iii) como requisito de transparência.

A primeira categoria abrange aquelas situações em que o regulador permite que uma entidade regulada invista em um ativo porque ele tem certa classificação de risco ou estabelece limites de investimento em um grupo de ativos de acordo com sua classificação de risco. Também foram incluídas nesta categoria as menções à classificação de risco quando o **rating** conferido a uma instituição serve para habilitá-la a exercer certas atividades.

A segunda categoria abrange basicamente atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), relativos à oferta pública de certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio (CRI e CRA) e de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Também foi incluída nessa categoria a norma sobre debêntures padronizadas.

Na última categoria, foram incluídas as hipóteses em que se exige a divulgação dos **ratings, se houver**, e suas atualizações.

Deve-se destacar ainda que o Banco Central do Brasil (BCB) não admite, de modo geral, o uso de tais classificações para fins de regulação prudencial.

¹ Disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

2. Objetivos

Dando continuidade a esse trabalho, o COREMEC instituiu um grupo, por meio da Deliberação nº 14, de 7 de dezembro de 2010, cuja atribuição era avaliar a possibilidade de eliminar ou mitigar a menção ao uso de **ratings** produzidos por agências especializadas nos atos normativos existentes.

Essa segunda etapa é importante porque há uma percepção de que o uso do **rating** pode ser interpretado como um selo de aprovação do regulador, desestimulando eventualmente a realização de uma análise própria para avaliação do risco dos papéis que recebam a classificação eleita como adequada pelo regulador, prejudicando a qualidade e a diligência na seleção de ativos pelas instituições financeiras, administradores de recursos e investidores institucionais e, em última instância, aumentando o risco sistêmico.

Esse trabalho está em linha com o documento divulgado pelo **Financial Stability Board** - FSB e adotado pelo G-20, que traça princípios para a redução da dependência dos **ratings** na regulamentação e busca incentivar as instituições a fazerem suas próprias análises de risco.

O presente relatório visa apresentar ao COREMEC a consolidação das alternativas sugeridas pelo grupo de trabalho sobre a eliminação ou aprimoramento do uso regulatório da classificação de risco no mercado brasileiro. No entanto, as sugestões propostas neste documento estão adstritas às categorias de identificação e classificação de ativos e de oferta pública de produtos de securitização, isso porque o uso dos **ratings** como requisito de transparência não parece estimular a confiança excessiva nas análises elaboradas por agências de classificação de risco ou inferir qualquer tipo de aval estatal para tais classificações.

Para tanto, as propostas foram organizadas em forma de tabela e trazidas como anexos 1 e 2 ao final do relatório, abordando: (i) identificação do setor envolvido; (ii) descrição da norma; (iii) menção à classificação de risco; (iv) alternativas propostas; (v) justificativa; e (vi) eventuais impactos.

Este relatório foi elaborado em fevereiro de 2012 e atualizado em maio, em virtude da edição da Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, que dispõe sobre a

regulamentação da atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.

3. Regulação das agências de classificação de risco de crédito

A atuação das agências de classificação de risco de crédito é tema amplamente discutido no mundo e sua regulação tampouco é simples. Não obstante, a crise financeira mundial de 2008 revelou algumas fragilidades e a comunidade internacional reconheceu a necessidade de rever a regulamentação de alguns setores e agentes, com vistas a evitar a ocorrência de crises semelhantes com impactos sistêmicos.

Dentre os agentes que mereceram uma reavaliação do papel da regulação estão as agências de classificação de risco de crédito, que emitem classificações quanto à solvência e à qualidade de certos ativos e instituições. Dois caminhos foram adotados internacionalmente:

- (i) a eliminação ou redução do uso obrigatório da classificação de risco para fins regulatórios; e
- (ii) a regulação das próprias agências.

A regulação europeia, por meio do Regulamento (CE) 1060, inicialmente editada em 2009, exerceu grande influência sobre a norma editada pela CVM, especialmente em virtude de suas regras de equivalência para que as classificações de risco emitidas por agências situadas em países que não pertencem à União Europeia possam continuar sendo utilizadas na Europa.

Além das referências às regras europeias, a CVM também analisou a regulamentação editada pela **Securities and Exchange Commission - SEC (Rule 17g-1 a 17g-7)**, em especial as disposições do **Form NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization)**, bem como seguiu as orientações dos princípios da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO, editados em 2004 e revisados em 2008.

Os princípios editados pela OICV/IOSCO se pautam em quatro pontos centrais: (i) qualidade e integridade do processo de classificação de risco; (ii) independência e administração de conflitos de interesses; (iii) transparência e tempestividade da divulgação dos **ratings**; e (iv) informações confidenciais.

O **Financial Stability Board** - FSB também divulgou documento traçando como princípio a necessidade de que os reguladores busquem um modelo uniforme de regulação dessas entidades.

A CVM editou, em 25 de abril de 2012, a Instrução CVM nº 521, que regula a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, com base no art. 27 da Lei nº 6.385/76, sendo instituídas as normas aplicáveis à atividade de **rating** no Brasil, destacando-se:

(i) as regras de registro das agências domiciliadas no Brasil e de reconhecimento das agências situadas fora do país;

(ii) a atribuição de responsabilidade pela supervisão do cumprimento da Instrução, bem como de regras, procedimentos e controles internos a um administrador, função comumente conhecida como **compliance**;

(iii) a divulgação de relatórios de classificação de risco de crédito, inclusive opiniões preliminares fornecidas;

(iv) a divulgação de informações periódicas pelas agências, por meio do formulário de referência; e

(v) a obrigatoriedade de segregação entre a atividade de classificação de risco de crédito e as demais atividades desenvolvidas pela agência e por partes a ela relacionadas.

A Autoridade Europeia dos Mercados de Valores Mobiliários (ESMA) anunciou, em 27 de abril de 2012, que a regulamentação da CVM que trata das agências de classificação de risco de crédito está em linha com as regras europeias, o que permite que as instituições financeiras europeias continuem utilizando as classificações de risco emitidas no Brasil para fins regulatórios, completando de forma permanente o processo de equivalência de normas entre Brasil e Europa.

4. Usos Regulatórios da Classificação de Risco no Brasil

4.1. Identificação ou classificação de ativos ou instituições

Na regulamentação do BCB e da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP foram identificados dispositivos que utilizam classificação de risco como critério para qualificar operações praticadas, na maioria dos casos, no exterior ou para credenciar resseguradora domiciliada fora do Brasil.

Nesse contexto, fazem uso de adjetivações em seus textos normativos, como: “agências classificadoras de risco, com maior grau de projeção” ou “agências internacionais classificadoras de risco, dentre aquelas de maior projeção”.

O grupo não identificou eventuais alternativas que pudessem viabilizar a eliminação da menção à classificação de risco nesses casos, porque o **rating** se mostra um critério objetivo apropriado para fins de classificação das respectivas operações e instituições.

Não obstante, parece conveniente a substituição das expressões subjetivas utilizadas nas normas por “agências de classificação de risco de crédito registradas e supervisionadas em seu País e reconhecidas no Brasil”², de modo a criar um critério realmente objetivo para manutenção das menções a **rating** nos referidos dispositivos.

No que tange à referência na norma que trata de fundos de investimento, a CVM editou a Instrução CVM nº 522/2012, eliminando a menção a **ratings**, deixando clara a responsabilidade do administrador e do gestor do fundo pela análise de risco de crédito dos ativos adquiridos. Ademais, a CVM pretende inserir regras específicas de gestão de risco na norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, que também foi submetida à audiência pública em 2011 e se encontra em fase de análise dos comentários recebidos.

No setor previdenciário, as regras editadas em 2009 e 2010 mostram avanços significativos na redução da dependência mecânica das classificações de risco para efeitos de aplicação dos recursos de fundos de pensão e dos regimes próprios de previdência social.

² As alterações propostas neste trabalho não se concretizam de imediato, porque estão condicionadas ao fim do prazo de adaptação da regra editada pela CVM para as agências de classificação de risco de crédito em 1º de janeiro de 2013. Nenhuma decisão de implementar a proposta poderá ser tomada antes desse prazo.

No entanto, o grupo entende que ainda há possibilidade de diminuir a importância das classificações de risco no setor, permanecendo apenas subsidiariamente, e reforçando a responsabilidade dos gestores.

O detalhamento das normas e das propostas está descrito no Anexo 1.

4.2. Ofertas públicas de produtos de securitização

4.2.1. Regulação em outros países

A revisão do uso da classificação de risco nas operações de securitização vem sendo amplamente discutida no cenário internacional. Em setembro de 2009, a OICV/IOSCO divulgou o documento intitulado **Unregulated Financial Markets and Products**, definindo princípios básicos com vistas a recuperar a confiança dos investidores no mercado de securitização³.

Os princípios almejavam: (i) implantar mecanismos de retenção de risco; (ii) reforçar a divulgação de informações, a fim de assegurar que a qualidade e os riscos dos ativos que lastreiam a estrutura de securitização fossem suficientemente transparentes para investidores; e (iii) revisar o papel dos participantes no processo de securitização.

As propostas no plano internacional, em geral, seguem os itens trazidos no documento divulgado pela OICV/IOSCO⁴.

4.2.1.1. Estados Unidos

As ofertas públicas de produtos de securitização são feitas geralmente por meio de um procedimento de registro conhecido como **shelf offering**. Um dos requisitos que deve ser preenchido para se obter esse tipo de registro mais célere é o de que emissores recebam um **rating** grau de investimento para que determinado produto de securitização

³ Esse documento foi complementado em abril de 2010 com a divulgação, pela IOSCO, do documento **Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities**, estabelecendo princípios e informações úteis sobre as características gerais da emissão e os ativos que lastreiam o título objeto de securitização (disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>).

⁴ É importante mencionar que existem discussões que remontam a uma etapa anterior, referente à originação dos créditos. Nesse sentido, o **Financial Stability Board (FSB)** divulgou documento **Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices** estabelecendo padrões mínimos que deverão ser observados no momento de concessão de créditos, a fim de resguardar a qualidade mínima dos ativos que poderão vir a lastrear operações de securitização (disponível em: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110318a.pdf).

(**asset backed security** - ABS) possa ser considerado como elegível. Isso se dá para uso do **Form S-3**, uma espécie de prospecto simplificado que permite a realização de ofertas públicas por meio de registro automático⁵.

Em 26 de julho de 2011, a SEC colocou novamente em audiência pública uma proposta de alteração das condições de elegibilidade para ABS, cujos comentários foram recebidos até 4 de outubro de 2011 e estão em análise na SEC.

A audiência pública apresentou medidas para eliminar e substituir o critério de classificação de risco grau de investimento, dispondo sobre: (i) um certificado arquivado a cada oferta, fornecido pelo diretor responsável pela securitização, tendo como objetivo estimular uma melhor visão geral do processo; (ii) a indicação de um gerente de risco de crédito para a revisão de ativos quando houver a ocorrência de certos eventos⁶; (iii) a inclusão, em relatórios periódicos, de qualquer requisição de um investidor para entrar em contato com outros investidores, relacionada a seus direitos sobre os ABS negociados; e (iv) uma avaliação anual de **compliance** com os requisitos para o registro.

Essa nova audiência pública não aborda mais o tema da retenção de risco de crédito pelo cedente, porque as sugestões relacionadas a essa matéria estão atualmente sendo consideradas por um grupo de reguladores, no âmbito da regulamentação da **Dodd-Frank Act**, que entrou em vigor entre a primeira proposta e a de julho de 2011.

Está em discussão regra que exige que o cedente ou emissor mantenha, no mínimo, 5% do risco de crédito da operação. Essa exigência seria flexibilizada conforme a qualidade dos ativos que compõem o lastro. Assim, o percentual obrigatório de retenção é reduzido ou eliminado, quando se tratar de ativos classificados como **Qualified Mortgage Backed Securities**, cuja definição aguarda o resultado da audiência.

⁵ No caso dos **mortgage related securities** - MRS, produto de securitização imobiliária, o requisito é válido ainda que não se utilize o **Form S-3**.

⁶ Essa revisão pelo **credit risk manager** deverá ocorrer, no mínimo, (i) quando os requisitos para reforço do crédito (**credit enhancement requirements**) não são cumpridos; ou (ii) em relação a investidores, conforme processos relativos a acordos de transação (**transaction agreements**) e que estejam dispostos no prospecto.

4.2.1.2. União Europeia

A regulação europeia sobre agências de classificação de risco, Regulamento (CE) 1.060, entrou em vigor em 7 de dezembro de 2009, conhecida como CRA I⁷.

Em 15 de novembro de 2011, foi publicada uma nova alteração do Regulamento (CE) 1.060, de 2009, que ainda depende de aprovação do Parlamento Europeu e do Conselho de Ministros, conhecida como CRA III. As mudanças dizem respeito: (i) ao aprimoramento da transparência nas classificações de risco; (ii) ao excesso de confiança em classificações de risco; (iii) aos conflitos de interesse que prejudicam a independência das agências; e (iv) à ausência de responsabilização das agências de classificação de risco.

O artigo 5a da proposta de 2011 requer que instituições financeiras façam suas próprias avaliações sobre classificação de risco. Dessa forma, evitarão que se confie somente em classificações externas em relação aos ativos.

A proposta traz dois artigos que tratam sobre **structured financial products**⁸ que almejam diminuir o excesso de confiança e aumentar a qualidade das classificações de risco.

No artigo 8a, os ofertantes de produtos estruturados devem divulgar informações específicas em relação à estrutura proposta e o histórico de desempenho dos ativos que compõem o lastro do produto. Tais informações devem ser prestadas rotineiramente⁹. Por meio dessas informações, os investidores poderão fazer a própria avaliação de crédito, não precisando depender de análises de classificação de risco externas. Essas informações deverão ser publicadas por meio de um **site** central operado pela ESMA.

No artigo 8b, ofertantes de produtos estruturados que solicitem serviços de classificação de risco devem contratar duas agências de **rating** para qualificar os seus produtos paralela e independentemente uma da outra, de modo a obter classificações de

⁷ Posteriormente, essa norma foi alterada para se adaptar à criação da **European Securities and Markets Authority** - ESMA, por meio do Regulamento 513, de 2011 (CRA II), que tem competência exclusiva para supervisionar as agências de classificação de risco registradas na União Europeia e tem poderes de investigação abrangentes.

⁸ **Article 3: Definitions. 1.(l) 'structured finance instrument' means a financial instrument or other assets resulting from a securitisation transaction or scheme referred to in Article 4(36) of Directive 2006/48/EC.**

⁹ A ESMA deverá especificar o intervalo de tempo em que essa informação será atualizada.

risco mais confiáveis. O controlador e a administração de cada agência devem ser diversos.

Em relação a requisitos sobre retenção de risco, a diretiva que trata a respeito é a **Capital Requirements Directive**. Na verdade, o termo **Capital Requirements Directive** engloba duas diretivas: a Diretiva 2006/48/EC e a Diretiva 2006/49/EC, além das emendas acrescidas posteriormente. Uma emenda, a Diretiva 2009/111/EC (CRDII) se refere especificamente a securitizações, em relação à exposição do risco de crédito transferido.

De acordo com o disposto no artigo 122a da CRDII, investidores somente investiriam ou se exporiam a risco de crédito em securitização se o originador expressamente se comprometer a manter uma parcela do risco de no mínimo 5%. Além disso, esse investidor deve ter um entendimento apurado de toda a estrutura da transação que influencia o desempenho do seu investimento.

4.2.2. Regulação no Brasil

No Brasil, há uso regulatório de classificação de risco para operações de securitização apenas no âmbito do mercado de valores mobiliários. Para os fins deste trabalho, consideram-se produtos decorrentes de operações de securitização os certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio (CRI e CRA) e as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).

Importante ressaltar que as alternativas que se vislumbram na regulação da União Europeia e dos Estados Unidos para permitir uma redução na dependência das classificações de risco emitidas pelas agências de **rating** se assemelham ao que vem sendo ajustado pela regulação da Comissão de Valores Mobiliários, com exceção da obrigatoriedade de mais de um **rating** em análise na Europa. Alguns exemplos demonstram as similitudes.

A função de gerente de risco de crédito dos EUA se compara à função de gestão de riscos que se encontra na nova regulamentação da CVM, que tratará dos administradores de carteira de valores mobiliários, em substituição à Instrução CVM nº 306, submetida à audiência pública até 23 de fevereiro de 2012, em fase de análise dos comentários recebidos.

Pela minuta, o administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter e implementar política escrita de gestão de riscos que permita o monitoramento e a mensuração permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras administradas.

Pela política de gestão de riscos, o administrador de carteira tem como obrigações: (i) estabelecer os procedimentos necessários à identificação e ao acompanhamento da exposição aos riscos de mercado, de liquidez, de concentração, de contraparte, operacionais e de crédito, que sejam relevantes para a carteira administrada; (ii) as técnicas, instrumentos e a estrutura utilizadas para a implementação dos procedimentos anteriores; (iii) os métodos de precificação dos ativos da carteira; (iv) os profissionais envolvidos na gestão de riscos e respectivas atribuições e prerrogativas; e (v) a frequência com que a política deve ser revista e avaliada pelos órgãos da administração.

A ampliação da divulgação de informações sobre as operações de securitização, conforme dispõe o artigo 8a da proposta europeia de 15 de novembro de 2011, se assemelha ao regime informacional previsto em alguns atos normativos da CVM.

Abaixo segue uma breve descrição dos avanços promovidos pela CVM na regulamentação dos produtos de securitização para facilitar o acesso dos investidores à informação de qualidade.

Durante o processo de registro da oferta pública de tais produtos, a Instrução CVM nº 400/2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário, em seu Anexo III-A, aborda informações adicionais do prospecto específicas de ofertas decorrentes de operações de securitização: (i) estrutura da operação; (ii) direitos creditórios; (iii) fatores de risco; (iv) originadores; e (v) devedores ou coobrigados.

Ou seja, ao avaliar o produto no momento da compra, o investidor tem acesso a uma gama relevante de informações sobre o valor mobiliário e seu lastro.

Já as Instruções CVM nº 484/2010, e 489/2011, aumentam significativamente o nível de informação disponível ao mercado sobre as operações estruturadas ao longo da vida do fundo. As referidas normas dispõem sobre as informações que devem ser disponibilizadas mensal, trimestral e anualmente pelos administradores dos FIDC, por exemplo, dados sobre recompras e substituições de direitos creditórios, abertura da

carteira por segmento de crédito, parcelas inadimplidas ou pagas antecipadamente e taxas praticadas nos negócios com direitos creditórios.

Em relação ao certificado de recebível imobiliário e do agronegócio (CRI e CRA), a alteração promovida pela Instrução CVM nº 520/2012, no texto do Anexo 32-II da Instrução CVM nº 480/2009, que trata da prestação de informações trimestrais de operações de securitização efetuadas por companhias securitizadoras, alinha o regime de transparência previsto para as companhias securitizadoras e para os FIDC.

Pela Instrução CVM nº 504/2011, os administradores de FIDC devem enviar informações ao Sistema de Informações de Créditos - SCR do BCB, incluindo a evolução mensal dos saldos das carteiras e a identificação de devedores com obrigações junto ao fundo. Isto serve para aprimorar a supervisão dos órgãos reguladores do sistema financeiro e do mercado de capitais.

Tendo em vista a evolução da regulação desses produtos, há forte indicação da possibilidade de se eliminar a obrigatoriedade de classificação de risco de crédito no âmbito da securitização no Brasil, com a necessária discussão com os participantes do mercado, nos termos do art. 8º da Lei nº 6.385/76, sobre a criação de salvaguardas, evitando a fragilização do crescente processo de securitização no Brasil.

Ademais, as normas citadas anteriormente são bem recentes e deve o regulador aguardar seu tempo de maturação e avaliar o conjunto de informações obtido a partir dos novos formulários, para auxiliar na decisão sobre a substituição da menção a **rating** nesse contexto de operações de securitização.

O detalhamento das normas e das propostas está descrito no Anexo 2.

5. Conclusão

É fundamental informar a importância do trabalho deste grupo durante o processo de obtenção da equivalência de regras com a Europa, porque à CVM não compete regular a atividade de classificação de risco no âmbito dos mercados financeiro, de seguros e de previdência, mas a coordenação demonstrada na atuação deste trabalho foi suficiente para a autoridade europeia compreender que, com a viabilização das propostas do grupo, a CVM atuaria de forma indireta na regulamentação das agências de **rating** em todos os segmentos.

A equivalência das regras brasileira e europeia era crucial para não se criar um empecilho ao investimento no Brasil por investidores estrangeiros, em especial instituições financeiras, ou ainda a venda em massa de títulos pertencentes às carteiras dessas instituições que tivessem **rating** emitido no Brasil.

A tarefa designada a esse grupo tem sido objeto de discussão em diversos países e muito se alerta sobre a prudência ao recomendar a eliminação ou substituição das menções às agências de classificação de risco nos atos normativos existentes. Isso porque não se condenam os relatórios das agências de **rating** como fonte de informação e subsídio adicional para a tomada de decisão, mas se busca evitar a sua dependência mecânica e isolada por parte dos mercados relacionados à atuação do COREMEC.

Esse relatório é apenas o primeiro passo na redução dessa dependência, uma vez que os participantes do mercado devem paulatinamente, com o apoio dos órgãos reguladores e supervisores, seguir em igual direção, ou seja, não contratando as agências apenas para obter, sem qualquer análise crítica, um relatório.

As alterações propostas neste trabalho não se concretizam de imediato por dois motivos. Primeiro porque estão condicionadas ao fim do prazo de adaptação da regra editada pela CVM para as agências de classificação de risco de crédito em 1º de janeiro de 2013. Nenhuma decisão de implementar a proposta poderá ser tomada antes desse prazo.

Em segundo lugar, porque alguns pontos levantados nas operações de securitização, como a retenção de risco pelo cedente dos créditos, ainda estão em plena discussão internacional e também no Brasil.

Na regulamentação do BCB, não há proposta de eliminação de referência a classificações de risco, considerando que são menções bastante pontuais e não estão atreladas a requisito de capital de instituições reguladas pelo BCB, ponto sensível na maior parte das jurisdições.

As propostas do GT para a regulamentação do BCB estão voltadas para a eliminação do uso de adjetivações em seus textos normativos e a obrigatoriedade de registro da agência em seu país de origem e reconhecimento no Brasil.

No âmbito da regulamentação da SUSEP, na maioria dos casos, o requisito de classificação de risco é apenas um requisito para que os resseguradores estrangeiros

possam operar no mercado brasileiro, não sendo fator preponderante em relação aos demais. Em linha com o procedimento adotado para as normas do BCB, o GT propõe a substituição das expressões subjetivas utilizadas.

No setor previdenciário, o grupo entende que ainda há possibilidade de diminuir mais a dependência do **rating** e realçar a responsabilidade do gestor. Vale destacar que a alteração da regra para os regimes próprios de previdência social deve acompanhar as modificações nas regras de fundos de investimento, a serem realizadas pela CVM.

No que se refere à securitização, muito se evoluiu na regulamentação desses produtos no Brasil e também internacionalmente, em especial depois da crise de 2008, mas o tema ainda inspira cuidados e acompanhamento contínuo das discussões¹⁰. O GT entende que é possível a eliminação das exigências regulatórias de **rating** nessas operações, desde que se aguarde a maturação dos novos formulários recentemente implantados, com a devida consulta aos participantes do mercado e a escolha de mecanismos eficazes de controle e salvaguardas dos investidores.

O GT sugere, ainda, que a CVM mantenha o COREMEC informado do andamento do processo de registro das agências de classificação de risco no Brasil, de modo que se viabilizem as alterações propostas no presente trabalho em 2013.

Por fim, o grupo propõe a divulgação do presente relatório na página da CVM na rede mundial de computadores, assim como foi feito com o documento precedente intitulado “Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil”.

¹⁰ A CVM participa da força-tarefa instituída pela OICV/IOSCO sobre securitização (TFUMP).

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

1. Setor Bancário

Órgão	BCB
Norma	Resolução CMN nº 2.515/98, alterada pela Resolução CMN nº 3.756/09.
Menção ao rating	Arts. 1º, c, e 3º - estabelece, para fins de credenciamento junto ao BACEN de operações de crédito externo de interesse dos estados, DF e municípios, de suas autarquias, fundações e empresas não financeiras, e das autarquias, fundações e empresas não financeiras da União, que o credor externo – underwriter , no caso de emissão de títulos - deve ser instituição que tradicionalmente mantenha relações financeiras com o Brasil ou que detenha classificação de risco igual ou superior a “BBB” ou equivalente, das <u>agências internacionais avaliadoras de risco, dentre aquelas de maior projeção</u> ; e, ainda, determina que o banco estadual, para ser autorizado a captar recursos no exterior deve deter, <u>em pelo menos uma agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção</u> , classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, nessa mesma agência.
Proposta do GT	Arts. 1º, c, e 3º - estabelece, para fins de credenciamento junto ao BACEN de operações de crédito externo de interesse dos estados, DF e municípios, de suas autarquias, fundações e empresas não financeiras, e das autarquias, fundações e empresas não financeiras da União, que o credor externo – underwriter, no caso de emissão de títulos - deve ser instituição que tradicionalmente mantenha relações financeiras com o Brasil ou que detenha classificação de risco igual ou superior a “BBB” ou equivalente, de <u>agências de classificação de risco registradas e supervisionadas em seu país e reconhecidas no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> e, ainda, determina que o banco estadual, para ser autorizado a captar recursos no exterior deve deter, <u>em pelo menos uma agência de classificação de risco registrada e supervisionada no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> , classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, nessa mesma agência.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Justificativa	Apesar da manutenção da referência às agências de classificação de risco para o referido dispositivo, pretende-se com a alteração proposta, eliminar o aspecto subjetivo da norma, atribuindo uma característica objetiva de registro e supervisão da agência.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista que existe uma convergência internacional no sentido de que as agências sejam objeto de regulamentação específica em diversas jurisdições. Assim, são elas submetidas a um processo de registro, que somente será concedido a agências que cumpram requisitos mínimos de estrutura, organização e divulgação de informações. Além disso, a CVM editou regras para reconhecer a equivalência das regras em outros países e validar o uso de ratings emitidos por agências domiciliadas fora do Brasil.

Órgão	BCB
Norma	Circular nº 3.491/2010
Menção ao rating	Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI (Título 3, capítulo 3, seção 2, itens 7, “c” e 11) – estabelece, para fins de credenciamento junto ao BACEN de operações de crédito externo de interesse dos estados, do Distrito Federal, dos municípios e das autarquias, fundações e empresas não-financeiras da União, que o credor externo – underwriter , no caso de emissão de títulos - deve ser instituição que tradicionalmente mantenha relações financeiras com o Brasil ou que detenha classificação de risco igual ou superior a “BBB” ou equivalente, das agências internacionais avaliadoras de risco, dentre aquelas de maior projeção ; e, ainda, determina que o banco estadual, para ser autorizado a captar recursos no exterior deve deter, em pelo menos uma agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção , classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, nessa mesma agência.
Proposta do GT	Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI (Título 3, capítulo 3, seção 2, itens 7, “c” e 11) – estabelece, para fins de credenciamento junto ao BACEN de operações de crédito externo de

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	<p>interesse dos estados, do Distrito Federal, dos municípios e das autarquias, fundações e empresas não-financeiras da União, que o credor externo – underwriter, no caso de emissão de títulos - deve ser instituição que tradicionalmente mantenha relações financeiras com o Brasil ou que detenha classificação de risco igual ou superior a “BBB” ou equivalente, de <u>agências de classificação de risco registradas e supervisionadas em seu país e reconhecidas no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> e, ainda, determina que o banco estadual, para ser autorizado a captar recursos no exterior deve deter, em pelo menos uma <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u>, classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, nessa mesma agência.</p>
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Órgão	BCB
Norma	Circular nº 2.826/1998 (regulamenta o disposto na Resolução CMN nº 2.515/98)
Menção ao rating	Art. 5º - O banco estadual deve comprovar deter em <u>agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção</u> , classificação de risco igual ou superior à obtida pela União, nessa mesma agência.
Proposta do GT	Art. 5º - O banco estadual deve comprovar deter em <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> classificação de risco igual ou superior à obtida pela União, nessa mesma agência.
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Órgão	BCB
Norma	Resolução CMN n° 2.828/2001, alterada pela Resolução CMN n° 3.757/2009
Menção ao rating	Art. 2° – determina que a agência de fomento, para captar recursos provenientes de organismos e instituições financeiras internacionais de desenvolvimento, deve deter classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, elaborada por uma <u>agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção;</u>
Proposta do GT	Art. 2° – determina que a agência de fomento, para captar recursos provenientes de organismos e instituições financeiras internacionais de desenvolvimento, deve deter classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, elaborada por uma <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente];</u>
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Órgão	BCB
Norma	Circular Bacen n° 3.280/2005, alterada pela Circular Bacen n° 3.291/2005
Menção ao rating	RMCCI (Título 1, capítulo 14, seção 8, item 4) estabelece que os recursos garantidores das provisões técnicas de sociedade seguradora e de ressegurador local vinculadas às operações em moeda estrangeira somente podem ser aplicados em certos ativos emitidos ou garantidos por: (a) instituições financeiras com rating mínimo A (single A), ou equivalente, concedido por <u>agência internacional de classificação de risco;</u> (ii) governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com rating mínimo, concedido por <u>agência internacional de classificação de risco</u> , AA (double A), ou equivalente, se na moeda do país emissor, ou AAA (triple A), ou equivalente, se em outra moeda.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Proposta do GT	RMCCI (Título 1, capítulo 14, seção 8, item 4) estabelece que os recursos garantidores das provisões técnicas de sociedade seguradora e de ressegurador local vinculadas às operações em moeda estrangeira somente podem ser aplicados em certos ativos emitidos ou garantidos por: (a) instituições financeiras com rating mínimo A (single A), ou equivalente, concedido por <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> ; (ii) governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com rating mínimo, concedido por <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> , AA (double A), ou equivalente, se na moeda do país emissor, ou AAA (triple A), ou equivalente, se em outra moeda.
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Órgão	BCB
Norma	Circular Bacen nº 3.325/2006
Menção ao rating	RMCCI (Título 1, capítulo 14, seção 11, item 5) estabelece que as aplicações das reservas técnicas da empresa seguradora de crédito a exportação devem limitar-se, quando se tratar de aplicação em moeda estrangeira, a depósitos a prazo fixo por até 6 (seis) meses, renováveis, ou em certificados de depósito, aceites bancários e outras obrigações negociáveis emitidas ou incondicionalmente garantidas por instituições financeiras com classificação de risco (rating) mínima “A” (single A), bem como a bônus e outras obrigações negociáveis emitidas ou incondicionalmente garantidas por governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com classificação de risco (rating) mínima “AA” (double A), se na moeda do país emissor ou “AAA” (triple A), se em outra moeda.
Proposta do GT	Sem modificação.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Justificativa	O grupo não identificou substituto apropriado para a menção à classificação de risco.
Impactos	NA
Órgão	BCB
Norma	Resolução CMN nº 3.622/2008, alterada pelas Resoluções CMN nº 3.691/2009 e 3.633/2008
Menção ao rating	Art. 2º – estabelece a necessidade de rating externo equivalente, no mínimo, ao grau A para as garantias aceitas pelo Banco Central nas operações de empréstimo em moeda estrangeira, quando tais garantias assumem a forma de títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil (Global Bonds) ou por outros países. Em se tratando de outros ativos denominados ou referenciados em dólares, admite-se tanto classificação de risco nos termos da Resolução CMN nº 2.682, de 21 de dezembro de 2009, quanto rating equivalente, no mínimo ao grau A, conferido por pelo menos <u>uma das três maiores agências internacionais de classificação.</u>
Proposta do GT	Art. 2º – estabelece a necessidade de rating externo equivalente, no mínimo, ao grau A para as garantias aceitas pelo Banco Central nas operações de empréstimo em moeda estrangeira, quando tais garantias assumem a forma de títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil (Global Bonds) ou por outros países. Em se tratando de outros ativos denominados ou referenciados em dólares, admite-se tanto classificação de risco nos termos da Resolução CMN nº 2.682, de 21 de dezembro de 2009, quanto rating equivalente, no mínimo ao grau A, conferido por pelo menos uma <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Órgão	BCB
Norma	Circular Bacen nº 3.415/2008
Menção ao rating	Art. 3º – estabelece, entre as garantias elegíveis para operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.622/2008, títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil ("Global Bonds") ou por países com classificação de risco não inferior a “A”, ou grau equivalente, atribuída por, <u>no mínimo, duas agências de rating.</u>
Proposta do GT	Art. 3º – estabelece, entre as garantias elegíveis para operações de empréstimo em moeda estrangeira de que trata a Resolução nº 3.622/2008, títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil ("Global Bonds") ou por países com classificação de risco não inferior a “A”, ou grau equivalente, atribuída por, <u>no mínimo, duas agências de classificação de risco registradas e supervisionadas em seu país e reconhecidas no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	<p>Apesar da manutenção da referência às agências de classificação de risco para o referido dispositivo, pretende-se com a alteração proposta, eliminar o aspecto subjetivo da norma, atribuindo uma característica objetiva de registro e supervisão da agência no país de origem e reconhecimento no Brasil.</p> <p>A referida Circular regulamenta a Resolução 3.622/2008, que por sua vez tem como base legal a Lei 11.882 (antiga MP 442/2008). Este conjunto normativo permitiu que o Banco Central, no contexto da crise de 2008, realizasse empréstimos em moeda estrangeira em um momento em que a liquidez dos mercados internacionais havia se reduzido acentuadamente, inclusive com impactos na economia real. Então, trata-se de uma medida muito excepcional, adotada em um momento bastante singular, sendo razoável a adoção de regras bastante conservadoras com relação às garantias exigidas para a realização de empréstimos em moeda estrangeira. Por esse motivo, foi mantida a previsão de duas classificações de risco.</p>

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Impactos	Não se espera impacto significativo.
----------	--------------------------------------

2. Mercado de Valores Mobiliários

Órgão	CVM
Norma	Instrução CVM nº 409/2004
Menção ao rating	Arts. 93 e 94 – determinam que títulos privados adquiridos por fundos de curto prazo ou “referenciados” devem ter seu emissor classificado na categoria “baixo risco de crédito” ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país.
Proposta do GT	Arts. 93 e 94 – determinam que ativos financeiros adquiridos por fundos de curto prazo ou “referenciados” devem ser considerados de baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor.
Justificativa	A menção foi eliminada com a edição da Instrução CVM nº 522/2012. A ideia foi manter a responsabilidade pela análise da qualidade de crédito dos ativos do fundo apenas no administrador e gestor.
Impactos	NA

3. Setor Securitário

Órgão	SUSEP
Norma	Lei complementar nº 126/2007
Menção ao rating	Art.6º – estabelece os requisitos mínimos a serem atendidos pelo ressegurador admitido ou eventual, dentre os quais se destaca a classificação de solvência por agência classificadora reconhecida pela SUSEP, com classificação igual ou superior ao mínimo estabelecido pelo CNSP.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Proposta do GT	Sem modificação.
Justificativa	A classificação de risco é apenas mais um requisito para que os resseguradores estrangeiros possam operar no mercado brasileiro, não sendo fator preponderante em relação aos demais.
Impactos	NA

Órgão	SUSEP
Norma	Resolução CNSP n° 168/2007
Menção ao rating	Arts. 8º, inciso III – estabelece que, para fins de cadastramento, o ressegurador admitido devem atender requisitos mínimos, dentre estes, classificação de solvência, emitida por agência classificadora de risco reconhecida pela SUSEP, com os níveis mínimos definidos na mesma resolução. Tais dispositivos citam as seguintes agências: <u>Standard & Poors, Fitch, Moody’s e AM Best.</u>
Proposta do GT	III – último nível de classificação de risco considerado grau de investimento, em observação negativa, emitida por agência de classificação de risco <u>registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	Uma vez que o dispositivo apenas regulamenta o art. 6º, inciso III da LC n° 126/2007, pretende-se com a alteração proposta, eliminar o aspecto subjetivo da norma, atribuindo uma característica objetiva de registro e supervisão da agência no país de origem e reconhecimento no Brasil.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista que existe uma convergência internacional no sentido de que as agências sejam objeto de regulamentação específica em diversas jurisdições. Assim, são elas submetidas a um processo de registro, que somente será concedido a agências que cumpram requisitos mínimos de estrutura, organização e divulgação de informações. Além disso, a CVM editou regras para reconhecer a equivalência das regras em outros países e validar o uso de ratings emitidos por agências domiciliadas fora do Brasil.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Órgão	SUSEP
Norma	Resolução CNSP nº 168/2007
Menção ao rating	Art. 11, inciso III – estabelece que, para fins de cadastramento, o ressegurador eventual deve atender requisitos mínimos, dentre estes, classificação de solvência, emitida por agência classificadora de risco reconhecida pela SUSEP, com os níveis mínimos definidos na mesma resolução. Tais dispositivos citam as seguintes agências: <u>Standard & Poors, Fitch, Moody's e AM Best.</u>
Proposta do GT	III – último nível de classificação de risco considerado grau de investimento, emitida por agência de classificação de risco <u>registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma.
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Órgão	SUSEP
Norma	Resolução CNSP nº 168/2007
Menção ao rating	Art. 14, § 3º – ao tratar das condições para contratação de resseguro, determina que a cedente (sociedade seguradora que contrata operação de resseguro ou o ressegurador que contrata operação de retrocessão) deve informar à SUSEP sempre que concentrar, com um único ressegurador admitido ou eventual, suas operações de resseguro ou retrocessão em percentual superior ao previsto em tabela constante da própria resolução, a qual toma por base a classificação de risco emitida pelas agências de rating reconhecidas. Tais dispositivos citam as seguintes agências: Standard & Poors, Fitch, Moody's e AM Best.
Proposta do GT	O GT entende que o art. 14, § 3º poderia ser excluído.
Justificativa	O representante da SUSEP no GT esclarece que o órgão já possui todas as informações necessárias para efetuar uma análise de risco referente à concentração de suas operações de seguro e retrocessão em um único

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	ressegurador admitido ou eventual, sendo dispensável, portanto, a regulamentação de informação complementar a ser encaminhada pela cedente.
Impactos	Não se espera impactos negativos, haja vista a viabilidade de mecanismos já existentes de avaliação para o órgão fiscalizador responsável.

Órgão	SUSEP										
Norma	Resolução CNSP n° 168/2007										
Menção ao rating	Arts. 21 e 23 – estabelece que, para fins de constituição de provisões de prêmio de sinistros a ocorrer, o valor relativo às responsabilidades assumidas pelos resseguradores admitidos serão ponderados pelo fator referente ao nível de classificação de risco do ressegurador, conforme tabela que cita as seguintes agências: <u>Standard & Poors, Fitch, Moody´s e AM Best.</u>										
Proposta do GT	<p>Art. 21, § 1º – O valor das provisões de prêmio relativo às responsabilidades assumidas pelos resseguradores admitidos, ponderado pelo fator referente ao nível de classificação de risco do ressegurador conforme tabela a seguir, deverá estar permanentemente coberto, pelos recursos exigidos no País como garantia na forma do inciso VI do art. 8º desta Resolução.</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;">Nível de classificação de risco do ressegurador:</th> <th style="text-align: right;">Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa</td> <td style="text-align: right;">0%</td> </tr> <tr> <td>Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva</td> <td style="text-align: right;">10%</td> </tr> <tr> <td>Último nível de classificação de risco grau de investimento</td> <td style="text-align: right;">20%</td> </tr> <tr> <td>Último nível de classificação de risco grau de investimento,</td> <td style="text-align: right;">30%</td> </tr> </tbody> </table>	Nível de classificação de risco do ressegurador:	Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)	Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa	0%	Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva	10%	Último nível de classificação de risco grau de investimento	20%	Último nível de classificação de risco grau de investimento,	30%
Nível de classificação de risco do ressegurador:	Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)										
Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa	0%										
Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva	10%										
Último nível de classificação de risco grau de investimento	20%										
Último nível de classificação de risco grau de investimento,	30%										

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	<p>com observação negativa</p> <p>Art. 23 – O valor das provisões de sinistros ou benefícios referentes aos resseguros cedidos pelas sociedades seguradoras e resseguradores locais aos resseguradores admitidos, ponderado pelo fator referente ao nível de classificação de risco do ressegurador conforme tabela a seguir, deverá estar permanentemente garantido, pelos recursos exigidos no País como garantia na forma do inciso VI do art. 8º desta Resolução.</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;">Nível de classificação de risco do ressegurador:</td> <td style="width: 40%;">Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)</td> </tr> <tr> <td>Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa</td> <td style="text-align: center;">0%</td> </tr> <tr> <td>Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva</td> <td style="text-align: center;">10%</td> </tr> <tr> <td>Último nível de classificação de risco grau de investimento com observação negativa</td> <td style="text-align: center;">30%</td> </tr> </table>	Nível de classificação de risco do ressegurador:	Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)	Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa	0%	Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva	10%	Último nível de classificação de risco grau de investimento com observação negativa	30%
Nível de classificação de risco do ressegurador:	Fator de Ponderação (Percentual a ser multiplicado pelo valor da provisão)								
Terceiro nível de classificação de risco grau de investimento, com observação negativa	0%								
Último nível de classificação de risco grau de investimento, com observação positiva	10%								
Último nível de classificação de risco grau de investimento com observação negativa	30%								
Justificativa	Apesar da manutenção da referência às classificações de risco para os dispositivos, pretende-se com a alteração proposta, eliminar o aspecto subjetivo da norma, com definição nominal das agências.								
Impactos	Não se espera impactos negativos, haja vista a manutenção da avaliação pelo órgão fiscalizador responsável.								
Órgão	SUSEP								
Norma	Circular SUSEP nº 359/2008								
Menção ao rating	Art. 2º – determina como requisito para a aprovação prévia com vista a constituição de escritório ressegurador admitido pela SUSEP, a apresentação de classificação de solvência emitida por uma das agências classificadoras de risco reconhecidas pela SUSEP, quais sejam: Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investors Services,								

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	<u>e A.M. Best Company.</u>
Proposta do GT	Art. 2º – determina como requisito para a aprovação prévia com vista a constituição de escritório ressegurador admitido pela SUSEP, a apresentação de classificação de solvência emitida por uma <u>agência de classificação de risco registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil.</u>
Justificativa	Eliminar o aspecto subjetivo da norma
Impactos	Não se espera impacto significativo, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Órgão	SUSEP
Norma	Resolução CMN nº 3.308/2005
Menção ao rating	Art. 4º, inciso II, alíneas “e” e “f” – determina que, no segmento de renda fixa, até 80% dos recursos (garantidores) poderão ser aplicados em cédulas de crédito bancário ou certificados de cédulas de crédito bancário consideradas de baixo risco pela seguradora, <u>com base em relatório de agência classificadora de risco em funcionamento no País.</u>
Proposta do GT	Art. 4º, inciso II, alíneas “e” e “f” – determina que, no segmento de renda fixa, até 80% dos recursos (garantidores) poderão ser aplicados em cédulas de crédito bancário ou certificados de cédulas de crédito bancário consideradas de baixo risco pela seguradora, <u>podendo considerar, dentre outros critérios, um relatório de agência de classificação de risco registrada e supervisionada [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	A análise dos títulos é obrigação da seguradora, que pode, dentre outras alternativas, basear-se em avaliação de agência de classificação de risco. Caso a seguradora utilize relatório de rating , a agência deve ser registrada e supervisionada no Brasil.
Impactos	Não se espera impacto negativo com a mudança, haja vista o reforço da responsabilidade dos representantes da seguradora e a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Órgão	SUSEP
Norma	Resolução CMN n° 3.543/2008
Menção ao rating	Arts. 1° e 2° – determina que os recursos garantidores das provisões técnicas de sociedade seguradora e de ressegurador local, vinculados às operações em moeda estrangeira e às reservas técnicas de seguradora de crédito à exportação, somente podem ser aplicados em certos ativos emitidos ou garantidos por: (a) instituições financeiras com rating mínimo “A” (single A), ou equivalente, concedido por agência internacional de classificação de risco; ou (b) governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com rating mínimo, concedido por agência internacional de classificação de risco, “AA” (double A), ou equivalente, se na moeda do país emissor, ou “AAA” (triple A), ou equivalente, se em outra moeda. Adicionalmente, estabelece que os recursos exigidos no país para a garantia das obrigações de ressegurador admitido somente podem ser aplicados, respeitados certos limites, em (a) debêntures emitidas por sociedade anônima com rating mínimo, concedido por agência classificadora de risco em funcionamento no país, “A (bra)” ou equivalente; (b) obrigações emitidas por organismos multilaterais autorizados a captar recursos no Brasil, com rating mínimo, concedido por agência classificadora de risco localizada no país sede da instituição, “AAA” (triple A) ou equivalente.
Proposta do GT	Arts. 1° e 2° – determina que os recursos garantidores das provisões técnicas de sociedade seguradora e de ressegurador local, vinculados às operações em moeda estrangeira e às reservas técnicas de seguradora de crédito à exportação, somente podem ser aplicados em certos ativos emitidos ou garantidos por: (a) instituições financeiras com rating mínimo “A” (single A), ou equivalente, concedido por agência de classificação de risco <u>registrada e supervisionada em seu país e reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> ; ou (b) governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com rating mínimo, concedido por agência de classificação de risco <u>registrada e supervisionada em seu país e</u>

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	reconhecida no Brasil [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente] , “AA” (double A), ou equivalente, se na moeda do país emissor, ou “AAA” (triple A), ou equivalente, se em outra moeda. Adicionalmente, estabelece que os recursos exigidos no país para a garantia das obrigações de ressegurador admitido somente podem ser aplicados, respeitados certos limites, em (a) debêntures emitidas por sociedade anônima com rating mínimo, concedido por agência de classificação de risco registrada e supervisionada [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente], “A (bra)” ou equivalente; (b) obrigações emitidas por organismos multilaterais autorizados a captar recursos no Brasil, com rating mínimo, concedido por agência de classificação de risco registrada e supervisionada em seu país de origem, “AAA” (triple A) ou equivalente.
Justificativa	Eliminar caráter subjetivo da norma e exigir o requisito de registro e supervisão das agências.
Impactos	Não se espera impactos significativos, tendo em vista a atual regulamentação da CVM sobre as agências de rating .

4. Setor Previdenciário

Órgão	PREVIC
Norma	Resolução CMN nº 3.792/2009
Menção ao rating	Art. 30 – determina que a aplicação dos recursos de fundos de pensão em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável seja precedida de análise de risco, que <u>deve levar em conta a opinião atualizada expedida por agência classificadora de risco em funcionamento no país</u> ou ser aprovada por comitê de investimento da entidade fechada de previdência complementar (EFPC).
Proposta do GT	A análise de crédito deve ser aprovada por órgão de governança competente nas áreas de investimento e risco da EFPC, <u>podendo considerar, dentre outros critérios, a opinião emitida por agência de classificação de risco de crédito registrada e supervisionada [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> .

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Justificativa	A análise de crédito passa a ser obrigação do órgão de governança da EFPC, que pode, dentre outras alternativas, basear-se em avaliação de agência classificadora de risco. Dessa forma, a aprovação pelo Comitê passa a ser o principal requisito. Caso a EFPC utilize relatório de rating , a agência deve ser registrada e supervisionada no Brasil.
Impactos	Não se espera impacto negativo com a mudança, haja vista o reforço da responsabilidade dos representantes do EFPC.

Órgão	SPPS
Norma	Resolução CMN nº 3.922/2010
Menção ao rating	Art. 7º, inciso V – aplicação em depósitos de poupança em instituição financeira considerada pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, como de baixo risco de crédito pelos responsáveis pela gestão dos recursos, <u>com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.</u>
Proposta do GT	Art. 7º, inciso V – aplicação em depósitos de poupança em instituição financeira considerada pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, como de baixo risco de crédito pelos responsáveis pela gestão dos recursos, <u>podendo considerar, dentre outros critérios, a opinião emitida por agência de classificação de risco de crédito registrada e supervisionada [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente].</u>
Justificativa	<p>A obrigatoriedade da obtenção de relatório de classificação de risco não deve ser mantida, uma vez que gera uma indesejada dependência mecânica das agências de rating.</p> <p>Não obstante, tal alternativa pode ser mantida como um dos meios de avaliar os investimentos que envolvem risco de crédito, uma vez que, com exceção de alguns Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a maioria</p>

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	<p>não apresenta ainda a estrutura necessária para proceder, de forma autônoma, a análise de risco das instituições financeiras, fundos e demais ativos.</p> <p>Ademais, somente as agências de classificação de risco registradas e supervisionadas no Brasil poderiam prestar serviços aos RPPS com essa medida.</p>
Impactos	Não se espera impacto negativo com a medida.

Órgão	SPPS
Norma	Resolução CMN nº 3.922/2010
Menção ao rating	Art. 7º, incisos III e IV, e inciso I do § 3º – aplicação em cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, em que os direitos, títulos e valores mobiliários que compõem suas carteiras ou os respectivos emissores sejam <u>considerados de baixo risco de crédito, com base dentre outros critérios, em classificação de risco efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;</u>
Proposta do GT	Art. 7º, incisos III e IV, e inciso I do § 3º – aplicação em cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, em que os ativos financeiros adquiridos por fundos de curto prazo ou “referenciados” devem ser considerados de <u>baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor do fundo;</u>
Justificativa	A redação se alinha com a alteração dos art. 93 e 94 da Instrução CVM nº 409/2004, que trata dos fundos de investimento.
Impactos	Não se espera qualquer impacto com a medida.

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Órgão	SPPS
Norma	Resolução CMN nº 3.922/2010
Menção ao rating	Art. 7º, incisos VI e VII e inciso I do § 4º – aplicação em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) em que a série ou classe de cotas do fundo seja considerada de baixo risco de crédito, <u>com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;</u> e
Proposta do GT	Art. 7º, incisos VI e VII, “a” e inciso I do § 4º – aplicação em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) em que a série ou classe de cotas do fundo seja considerada de baixo risco de crédito, <u>pelo administrador e pelo gestor do fundo;</u> e
Justificativa	A redação se alinha com a proposta de alteração da Instrução CVM nº 356/2001, que trata dos FIDC.
Impactos	Não se espera qualquer impacto com a medida.

Órgão	SPPS
Norma	Resolução CMN nº 3.922/2010
Menção ao rating	Art. 7º, incisos VII, “b” e inciso I do § 3º – aplicação em cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa que contenham em sua denominação a expressão “crédito privado”, em que os direitos, títulos e valores mobiliários que compõem suas carteiras ou os respectivos emissores sejam <u>considerados de baixo risco de crédito, com base dentre outros critérios, em classificação de risco efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;</u>
Proposta do GT	Art. 7º, incisos VII, “b” e inciso I do § 3º – aplicação em cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, que contenham em sua denominação a expressão “crédito privado”, em que os ativos financeiros adquiridos por fundos de curto prazo ou “referenciados” devem ser considerados de <u>baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor do fundo;</u>

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

Justificativa	A redação se alinha com a alteração dos art. 93 e 94 da Instrução CVM nº 409/2004, que trata dos fundos de investimento.
Impactos	Não se espera qualquer impacto com a medida.

Órgão	SPPS
Norma	Resolução CMN nº 3.922/2010
Menção ao rating	Art. 15, § 2º, incisos I e II – aplicação em carteira administrada ou em cotas de fundo de investimento geridos por instituição financeira, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pessoas jurídicas autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários para o exercício profissional de administração de carteira considerada, pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, <u>com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País</u> , como: (i) de baixo risco de crédito; ou (ii) de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimento.
Proposta do GT	Art. 15, § 2º, incisos I e II – aplicação em carteira administrada ou em cotas de fundo de investimento geridos por instituição financeira, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pessoas jurídicas autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários para o exercício profissional de administração de carteira considerada, pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, <u>podendo considerar, dentre outros critérios, a opinião emitida por agência de classificação de risco de crédito registrada e supervisionada [pela Comissão de Valores Mobiliários] ou [pelo órgão competente]</u> , como: (i) de baixo risco de crédito; ou (ii) de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimento.
Justificativa	A obrigatoriedade da obtenção de relatório de classificação de risco não deve ser mantida, uma vez que gera uma indesejada dependência mecânica das agências de rating .

Anexo 1

Identificação e Classificação de Ativos e Instituições

	<p>Não obstante, tal alternativa pode ser mantida como um dos meios de avaliar os investimentos que envolvem risco de crédito, uma vez que, com exceção de alguns Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a maioria não apresenta ainda a estrutura necessária para proceder, de forma autônoma, a análise de risco das instituições financeiras, fundos e demais ativos.</p> <p>Ademais, somente as agências de classificação de risco registradas e supervisionadas no CVM podem prestar serviços aos RPPS.</p>
Impactos	Não se espera impacto negativo com a medida.

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

Órgão	CVM
Norma	Resolução CMN nº 2.907/2001
Menção ao rating	Art. 1º, § 2º – exige a classificação do FIDC ou dos direitos creditórios e dos títulos representativos dos direitos integrantes da respectiva carteira do fundo por agência classificadora de risco em funcionamento no país.
Proposta do GT	Eliminar o art. 1º, § 2º, dispensando, assim, a obrigatoriedade de classificação de risco. Caso se decida pela eliminação da obrigatoriedade de rating para FIDC, a alteração da Resolução não é imprescindível, porque a partir da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, em março de 2002, a CVM passa a ser competente para regular o produto, independente de deliberação do Conselho Monetário Nacional.
Justificativa	<p>Além do fato de os FIDC serem direcionados exclusivamente a investidores qualificados, duas iniciativas da CVM no ano de 2011 levaram à proposta de eliminação da obrigatoriedade de classificação de risco para esse produto:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) a edição da Instrução CVM nº 489, de 14 de janeiro de 2009, em que os FIDC passaram a divulgar um volume maior de informações, possibilitando, assim, que os investidores possam fazer sua própria análise de risco, com periodicidade mensal; e (ii) as novas regras de administrador de carteira que passarão a exigir, inclusive dos administradores e gestores de FIDC, a gestão de riscos das carteiras administradas, reforçando a responsabilidade do administrador e do gestor na avaliação da qualidade dos ativos adquiridos, que pode se basear, dentre outros critérios, em avaliação de agência de classificação de risco.
Impactos	Há impactos positivos e negativos com a alteração proposta. A redução do custo da operação é aspecto positivo. No entanto, fontes de mercado relatam que os investidores devem continuar demandando as avaliações das agências de classificação de risco. O GT entende que a utilização do relatório de classificação de risco pode continuar, desde que (i) seja decorrente de pedido do próprio usuário da informação e não de norma legal; (ii) que não seja a única fonte de avaliação; e (iii) que o mercado poderia adotar o modelo em que o investidor, e não

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

	somente a entidade avaliada, demande o rating e pague a agência, uma vez que o art. 56, inciso II, da Instrução CVM nº 356/2001 permite que o relatório de rating seja encargo do fundo, desde que previsto em seu regulamento.
--	---

Órgão	CVM
Norma	Instrução CVM nº 356/2001
Menção ao rating	Art. 3º – determina que cada classe ou série de cotas dos FIDC, destinada à colocação pública, seja classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.
Proposta do GT	Revogar a obrigatoriedade de classificação de risco para cada classe ou série de cotas de FIDC destinada à colocação pública.
Justificativa	<p>As alternativas propostas visam reduzir a importância da avaliação feita pelas agências de classificação de risco em relação aos produtos financeiros estruturados.</p> <p>Neste ponto, é importante termos em mente dois cenários: (i) investidores de varejo; e (ii) investidores qualificados. A distinção a partir dessas duas figuras nos permite abarcar outras situações ou agentes. A classificação de risco, no caso dos primeiros, pode desempenhar um papel importante, já que estes não possuem recursos, tampouco capacidade técnica, para fazerem uma avaliação de risco apurada. Por outro lado, os segundos têm recursos e capacidade para fazerem uma análise adequada dos riscos associados aos investimentos.</p> <p>Além do fato de os FIDC serem direcionados exclusivamente a investidores qualificados, as duas iniciativas da CVM no ano de 2011 levaram à proposta de eliminação da obrigatoriedade de classificação de risco para esse produto com elevado grau de segurança.</p>

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

	<p>Desse modo, o aumento na qualidade informacional divulgada periodicamente e o reforço da responsabilidade do administrador e do gestor do fundo nos parecem suficientes e adequados.</p> <p>Vale dizer que, no documento divulgado pela IOSCO – Reducing Reliance on Credit Rating Agencies, é destacado, no princípio III.3, o dever de os administradores de recursos exercerem sua própria avaliação em relação aos riscos associados aos investimentos.</p> <p>A CVM deve avaliar ainda a proposta de exigir que os cedentes ou demais pessoas vinculadas à operação mantenham determinado percentual de subordinação do fundo, de modo a se evitar o processo conhecido como “originar para distribuir”, em que os cuidados com a qualidade da originação do crédito podem ficar negligenciados. No âmbito internacional, a tendência é de se exigir a retenção de, ao menos, 5% do risco da carteira securitizada. Estão em discussão ainda em outros países as eventuais dispensas da obrigatoriedade da retenção de risco.</p>
Impactos	<p>Há impactos positivos e negativos com a alteração proposta, conforme descritos anteriormente.</p> <p>Há ainda o eventual impacto nas demonstrações financeiras do cedente, caso retenha risco na operação, o que, em alguns casos, inviabilizaria a baixa do ativo na carteira do cedente, reduzindo o interesse pelo processo de securitização.</p>

Órgão	CVM
Norma	Instrução CVM nº 399/2003

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

Menção ao rating	Art. 3º – determina que os FIDC, no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, terão suas cotas classificadas por agência classificadora de risco em funcionamento no país ¹ .
Proposta do GT	Revogar a obrigatoriedade de classificação de risco.
Justificativa	Idem justificativa apresentada para a Instrução CVM nº 356 acima.
Impactos	Não há qualquer fundo registrado na CVM por meio da Instrução CVM nº 399.

Órgão	CVM
Norma	Instrução CVM nº 404/2004
Menção ao rating	Art. 3º e Anexo 1 - cláusula V, “n” - da escritura padronizada – dispõe que a CVM pode deferir o registro de distribuição de debêntures padronizadas mediante análise simplificada dos documentos e das informações submetidas, desde que o pedido de registro, entre outras condições, venha acompanhado de relatório elaborado por agência classificadora de risco em funcionamento no País; bem como obriga a emissora a manter contratada agência classificadora de risco para atualização do relatório apresentado por ocasião da colocação das debêntures, até o vencimento.
Proposta do GT	Revogar a obrigatoriedade de classificação de risco.
Justificativa	O mercado tem buscado desenvolver um mercado secundário da renda fixa de títulos privados no Brasil, conhecido como “Novo Mercado de Renda Fixa”, em que se exige a contratação de agência de rating para avaliar as emissões. Por ser uma iniciativa de mercado, parece mais adequada, que manter a obrigatoriedade regulamentar, dando a falsa impressão de selo de aprovação estatal.
Impactos	Não há qualquer oferta pública de debêntures registrada na CVM por meio da Instrução CVM nº 404.

¹ Há menções também nos arts. 28, 35, 46, 63 e 67.

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

Órgão	CVM
Norma	Instrução CVM nº 414/2004
Menção ao rating	Art. 7º – dispõe que nas ofertas públicas de distribuição de CRI de valor nominal unitário inferior a R\$ 300.000,00 é obrigatório, ao menos, um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI; e, ainda, sempre que for elaborado relatório de classificação de risco, será obrigatória a sua atualização, pelo menos, a cada período de 3 meses, admitindo-se, nas ofertas e na negociação de CRI de valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 300.000,00, que o Termo de Securitização de Créditos exclua essa obrigação.
Proposta do GT	Revogar a obrigatoriedade de classificação de risco.
Justificativa	<p>A proposta de eliminar a exigência de classificação de risco parece razoável, principalmente em razão da edição da Instrução CVM nº 520/2012, alterando o Anexo 32-II da Instrução CVM 480/2009, a fim de harmonizar o regime informacional das securitizadoras ao do FIDC. Essa medida tornará os investidores suficientemente informados para fazerem suas próprias análises de risco.</p> <p>As alternativas propostas visam reduzir a importância regulatória da avaliação feita pelas agências classificadoras de risco em relação aos produtos financeiros estruturados.</p> <p>Neste ponto, é importante termos em mente dois cenários: (i) investidores de varejo; e (ii) investidores qualificados. A classificação de risco, no caso dos primeiros, pode desempenhar um papel importante, já que estes não possuem recursos, tampouco capacidade técnica para fazerem uma avaliação de risco apurada. Por outro lado, os segundos têm recursos e capacidade para fazerem uma análise adequada dos riscos associados aos investimentos.</p> <p>Ainda que a exigência de classificação de risco seja apenas nas ofertas voltadas para o público em geral, o grupo</p>

Anexo 2

Oferta Pública de Produtos de Securitização

	<p>entende que a CVM pode avançar em algumas salvaguardas que possibilitarão a eliminação da menção ao rating sem grandes impactos negativos para a indústria:</p> <ul style="list-style-type: none">(i) a entrada em vigor da Instrução CVM nº 520/2012, já comentada; e(ii) o incremento de responsabilidades do diretor responsável pela securitizadora, quanto à qualidade do ativo lastro que compõe as carteiras securitizadas. <p>A CVM deve avaliar ainda a proposta de exigir que os cedentes ou demais pessoas vinculadas à operação mantenham determinado percentual de subordinação da operação, de modo a se evitar o processo conhecido como “originar para distribuir”, em que os cuidados com a qualidade da originação do crédito podem ficar negligenciados. No âmbito internacional, a tendência é de se exigir a retenção de, ao menos, 5% do risco da carteira securitizada. Encontra-se em discussão ainda em outros países as eventuais dispensas da obrigatoriedade da retenção de risco. Na única oferta de varejo de CRI, a Caixa Econômica Federal, cedente dos créditos, reteve 10% do CRI subordinado.</p>
Impactos	Dependem de análise futura.